

Immobilienmärkte in Skandinavien

## Der Norden taut auf

**Auf der Suche nach lukrativen Immobilieninvestments wecken bislang weniger beachtete und neu entdeckte Regionen das Interesse deutscher Investoren. Vor allem die relativ kleinen europäischen Märkte sind es, die in den Fokus rücken. Die Gefahr: Sie geben nur für einen begrenzten Zeitraum interessante Investmentchancen her. Wer sich etwa erst heute auf den osteuropäischen Märkten wie Tschechien und Ungarn umschaute, kommt in der Regel zu spät.**

Ein Wirtschaftsraum, der immer noch gut ist für günstige Einkäufe, ist Skandinavien. Für geschlossene Immobilienfonds sind die nordischen Länder noch ein weißer Fleck auf der Landkarte. Insgesamt war die Nachfrage nach skandinavischen Immobilienanlagen im vergangenen Jahr aber schon recht hoch, auch bei deutschen Investoren. Sie tätigten in Schweden zwölf Prozent der ausländischen Kaufabschlüsse. Ihre Nachfrage konzentriert sich auf hochwertige Büroimmobilien in Stockholm. Hier taten sich 2004 Allianz und Oppenheimer hervor. Und nicht nur Bürogebäude sind gefragt. Deka kaufte eine



Skandinavien: Unberührte Natur, Mitternachtssonne und noch zu entdeckende Immobilienmärkte

Stockholmer Logistik-Immobilie, während Oppenheimer auch ein Einzelhandelsobjekt erwarb.

Es sind überwiegend die Hauptstädte, die in Skandinavien für Immobilieninvestments in Frage kommen. Stockholm war bislang der Favorit. Doch auch Oslo, Hel-

sinki und Kopenhagen haben einiges zu bieten.

Die aktuelle Situation auf den Märkten, wirtschaftliche Eckdaten, Prognosen und die Besteuerung der einzelnen Staaten bilden den Schwerpunkt dieser Ausgabe der Fondszeitung.

Fondskonstruktionen

## Die Unabhängigkeit des Treuhänders

**Die Verflechtungsanalyse, also das Aufzeigen gesellschaftlicher und personeller Verbindungen zwischen Partnerunternehmen eines Fonds, gehört zum Standard-Inventar eines jeden Analysten. Eine undifferenzierte Warnung vor bestehenden Verbindungen greift allerdings zu kurz.**

Das Falk-Desaster führt zurzeit anschaulich vor Augen, was passieren kann, wenn Anleger nicht mehr wissen, wem sie noch trauen dürfen. Im Vorfeld der Insolvenz der Falk-Gruppe wurden sie als Stimmvieh zu Akklamationszwecken mal in die eine, mal in die andere Richtung getrieben. Mit

te Januar haben sie dann mit Zweidrittelmehrheit einem Sanierungskonzept zugestimmt, das dann doch nicht umgesetzt wurde. Gegen die Geschäftsführung der Prometa Verwaltungs- und Treuhandgesellschaft, den Treuhänder der Falk-Fonds, ist gerade genauso Strafanzeige erstattet worden wie gegen sämtliche Führungsköpfe der Falk-Gruppe.

Da scheint die Warnung vor ungunstigen Verflechtungen zwischen Emissionshaus und Treuhänder gar nicht oft genug wiederholt werden zu können.

Fortsetzung auf Seite 2

### Themen dieser Ausgabe:

Immobilienmärkte im Fokus  
**Skandinavien**  
**Die Länder, ihre Märkte**  
**und die Besteuerung**

Perspektiven Europa  
**Gewerbemieten ziehen an**

Medienfonds  
**Studie schlüsselt detailliert**  
**Kosten und Erlöse auf**

Rechtsberatungsgesetz  
**BFH widersprüchlich**

## Inhaltsverzeichnis

### Titelthema: Skandinavien

Überblick über die  
Immobilienmärkte ..... Seite 4

Besteuerung in den  
einzelnen Staaten ..... Seite 6

Wirtschaftliche  
Eckdaten ..... Seite 16

—

Die Unabhängigkeit  
des Treuhänders ..... Seite 1

„Monster“-Studie  
Business as unusual ..... Seite 3

Ausblick: Vermietungsmarkt  
für Gewerbeimmobilien in  
Europa ..... Seite 8

Anwendung des  
Rechtsberatungsgesetzes auf den  
Geschäftsbesorger ..... Seite 9

Fondsporträt:  
SHB Erlenhofpark ..... Seite 10

Sachsenfonds nimmt US-LV-  
Fonds vom Markt ..... Seite 10

Kurz und bündig ..... Seite 12

Neu am Markt ..... Seite 14

Fortsetzung von Seite 1

## Die Unabhängigkeit des Treuhänders

Die Ratingagentur GUB teilte kürzlich mit, dass die Hälfte aller in 2004 untersuchten Fonds eine Verflechtung zwischen Emissionshaus und Treuhänder aufweist und warnte vor Risiken, die dem Anleger daraus erwachsen. Nur: Gerade der Treuhänder der Falk-Fonds war formal unabhängig. Er hat sogar Treuhandverträge auch mit konkurrierenden Fondsgesellschaften abgeschlossen wie beispielsweise dem aktuellen Budapest-Fonds von der DCM.

So lange ein Fonds plangemäß läuft, wird es keinen Unterschied machen, ob der Treuhänder dem Emissionshaus nahe steht oder nicht. So lange die Ausschüttungen fließen, sind Gesellschafterversammlungen ohnehin nur eine Formalie oder Anlass, eine Reise absetzen zu können. Kommt ein Fonds allerdings in Schieflage und müssen Anleger um ihre Einlage fürchten, dann teilt sich – zumindest aus Anlegersicht und in emotional erhitzter Situation – das Lager der Beteiligten ganz schnell in Freund und Feind. Eine gesellschaftsrechtliche Zugehörigkeit zum Emissionshaus, das den Schaden verantworten muss, wird das Vertrauen in die Sicherstellung der Anlegerinteressen nicht gerade erhöhen.

Es fällt jedoch auf, dass nahezu alle größeren Emissionshäuser ihre Anlegerbetreuung über hauseigene Tochtergesellschaften organisieren. „Wir halten das gerade für einen großen Vorteil für den Anleger,“ sagt Jürgen Wollny, Geschäftsführer der Nordcapital Treuhand GmbH & Cie. KG. Nordcapital hat vor kurzem durch eine Namensänderung der Tochtergesellschaft Hamburger Sachwert Treuhand in Nordcapital Treuhand eine klare Haltung dokumentiert: Die Anbindung des Treuhänders an das Emissionshaus ist dann richtig, wenn sie klar kommuniziert wird. „Vertrauen ist nun mal die Währung in unserem Geschäft,“ ergänzt Wollny, „und das stellt sich nur über ein Berichtswesen ein, das akkurat, ehrlich, zuverlässig und nachvollziehbar ist.“

Das letztlich entscheidende ist die vertragliche Grundlage. Neben dem Gesell-

schaftsvertrag ist der Treuhandvertrag der wichtigste Teil des Kleingedruckten im hinteren Teil des Prospekts. Ein Treuhandvertrag kann und sollte auch zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft wie unter Dritten verfasst sein, so dass Anleger den Treuhänder im Zweifel auch gegen die Interessen von dessen Muttergesellschaft in die Pflicht nehmen können. In der Praxis sieht es jedoch so aus, dass selbst zu Krisensitzungen kaum ein Anleger erscheint und noch nicht einmal dem Treuhänder Weisung erteilt, wie er abstimmen soll. Sieht der Vertrag vor, dass der Treuhänder dann, nach „eigenem“ oder „pflichtgemäßem“ Ermessen votiert, wird er „in dubio pro Auftraggeber“ entscheiden. „Damit fallen alle Stimmen der passiven Anleger mittelbar an den Initiator; Gegenpositionen sind unter Umständen selbst dann nicht durchzusetzen, wenn die Mehrheit der aktiven Anleger sie für richtig hält,“ sagt Oliver Wunsch von der GUB.

Für die Beurteilung des Verhältnisses zwischen Emissionshaus und seinem Treuhänder gibt es keine feste Regel. Bei einem bislang unbekanntem Unternehmen, das ein verschachteltes Firmengeflecht um sich wölkt, wird man eine gefundene Liaison zwischen Produktgeber und Anlegerbetreuer anders bewerten müssen als bei einem etablierten Unternehmen, das ein langfristiges Interesse an seinen Kunden hat. Hingegen ist auch bei einem ernst zu nehmenden etablierten Initiator wie beispielsweise der cfb, die Festlegung auf ein Quorum von lediglich 15 Prozent des gezeichneten Kapitals, wenn es um Änderungen des Gesellschaftsvertrags geht, mit Sicherheit auch kein Ausweis für Anlegerorientierung, selbst wenn sie freimütig kommuniziert wurde.

Die Vorteile des hauseigenen Treuhänders liegen auf der Hand: Kurze Kommunikationswege und Vertrautheit mit den Belangen der Fondsgesellschaft. Das sind aber auch zugleich die Nachteile dieser Konstellation. „Es ist ein klassisches Dilemma“, sagt Frank Heimsaat, Analyst von Scope, „das nicht zu lösen ist. Wie im antiken Drama.“